



【宏观经济】宏观及金融市场周报

(2023年第33期)

2023年8月28日

发展研究与战略管理部

光大信托 助力社会更美好

目录

CONTENTS

01

宏观经济与高频数据

02

监管政策

03

行业动态

04

机构投资观点



01

宏观经济与高频数据

- 宏观：美联储表示将在必要时加息，以保持紧缩政策
- 物价：食品环比续涨，大宗商品环比续涨
- 上游：煤炭续跌，铁矿石转涨，原油转跌，黄金续跌
- 中游：钢铁转涨，水泥转涨，棉花续涨
- 下游：房地产成交套数环比续跌，汽车续涨，BDI指数转跌
- 金融与流动性：国债收益率涨少于跌，人民币轻微贬值

◆ 核心观点：

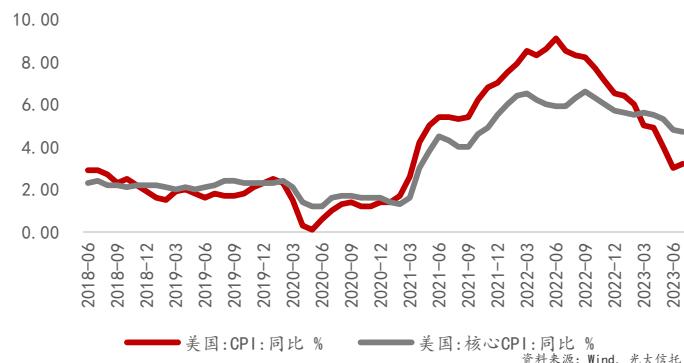
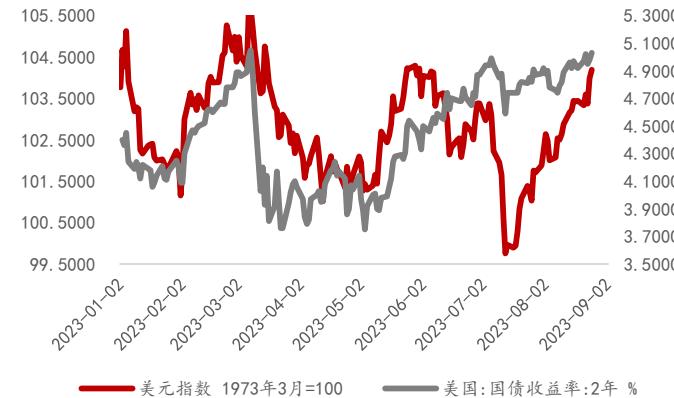
8月25日，美联储主席在Jackson Hole论坛中发表主题为“通胀：进展和前路”的发言，鲍威尔发言中性偏鹰，市场对于美联储年内加息预期有所上升。

◆ 分析：

1) 讲话主要内容：①目前通胀水平仍过高，美联储将通胀降低至2%的目标没有改变；②强调了金融市场的收紧对经济增长构成压力，若薪资收入压力和就业压力的缓和不能持续则也要考虑加息；③风险方面，需要警惕“严重过剩”的需求对通胀构成上行压力；④美联储会基于所有数据和不断演变的前景与风险对进展做出评估，在决定是否进一步加息上谨慎行事。

2) 美联储在本轮加息周期中已经加息超过500个基点，但鲍威尔讲话表示本轮紧缩至此并未对美国经济增长造成实质性影响，认为居民消费过热导致美国经济强于长期趋势，这是鲍威尔表态可能进一步加息的核心逻辑。

3) 在紧缩周期拉长的情况下，美联储年内保持紧缩的态度已经十分清晰，资产价格也在计入这一预期，加息的具体月份重要性并不很高。在美国短期经济较强韧性的情况下，需警惕利率终值再度超市场预期的可能。



资料来源：Wind, 光大信托

◆ 核心观点：

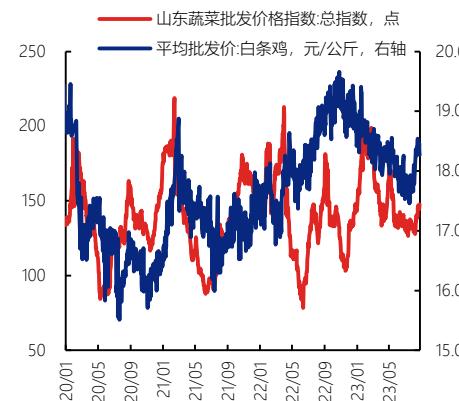
2023年8月19日-2023年8月25日，蔬菜和农产品分别环比变动0.08%、0.08%；周内大宗商品价格8月以来环比上涨4.14%。

◆ 分析：

1) 本周菜篮子产品和农产品批发价格指数均值分别为120.46、120.22, 分别环比变动0.08%、0.08%, 8月以来菜篮子价格指数、农产品价格指数环比分别变动0.62%、0.57%。本周食用农产品价格指数未更新, 上周为110.59, 环比前值变动0.1%, 8月以来环比上涨1.5%, 其中上周禽类、蛋类、蔬菜类食用农产品价格指数周环比为-0.9%、1.8%、0.4%。本周重点监测的28种蔬菜价格和7种水果价格平均为5.08、7.01元/公斤, 周环比变动分别为1.48%、-1.81%, 8月以来环比变动1.22%、-4.89%。本周全国猪肉平均价格未更新, 上周为26.95元/千克, 较前值变动1.43%, 8月以来环比上涨12.46%。

2) 本周生产资料综合价格指数暂未更新, 上周为106.63, 8月以来环比上涨1.17%。

3) 南华综合价格指数本周均值为2500.56, 上周为2439.67, 环比上涨2.5%, 8月以来环比上涨2.02%。其中工业品、农业品、金属、能化、贵金属本周均值分别为3916.71、1177.09、6450.89、1935.9、770.64, 分别较上周变动2.83%、1.31%、2.42%、3.17%、1.08%。8月以来工业品、农业品、金属、能化、贵金属价格分别环比变化2.4%、2.15%、0.18%、4.49%、-0.53%。本周中国大宗商品价格总指数未更新, 上周为182.55, 较前值变动-0.27%, 8月以来环比上涨4.14%。



◆ 核心观点：

2023年8月19日-2023年8月25日，煤炭价格环比下跌1元/吨；铁矿石环比上涨2.9%，8月以来环比下跌1.34%；布伦特原油价格环比下跌1.67%，本周黄金价格环比变动-1.34%。

◆ 分析：

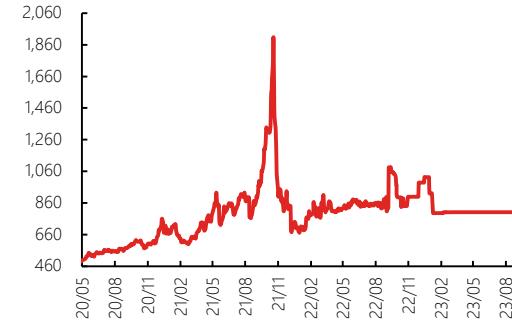
1) 本周环渤海动力煤价格指数报收于715元/吨，前值为716元/吨，环比下跌1元/吨，8月以来环比上涨0.13%。南华焦煤价格指数本周平均值为4175.86，8月以来环比上涨3.8%。六港口炼焦煤库存量本周为170.9万吨，8月以来同比下降28.09%，低于7月25.65个百分点。

2) Myipic矿价综合指数本周均值为132.44，上周均值为128.71，环比上涨2.9%，8月以来环比下跌1.34%。本周国内铁矿石港口库存量为12034万吨，8月以来同比下降12.49%，低于7月8.14个百分点。

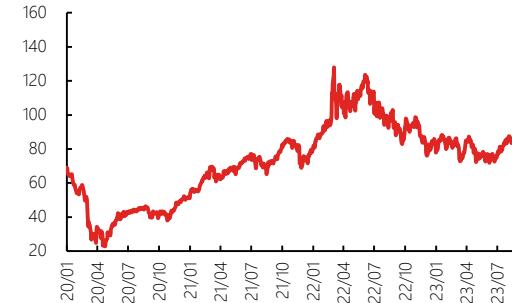
3) 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价均值为85.12美元/桶，前值86.56美元/桶，环比下跌1.67%，8月以来Dtd现货价环比上涨8.24%。本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价均值为79.58美元/桶，前值80.9美元/桶，环比下跌1.64%，8月以来WTI原油环比上涨7.94%。本周OPEC一揽子原油价格为86.41美元/桶，前值为87.21美元/桶，环比下跌0.92%，8月以来OPEC一揽子原油价格环比上涨8.1%。

4) 本周有色金属阴极铜、锌、锡、铅、镍、铝、黄金、白银周环比变化分别为1.17%、0.71%、2.12%、2.12%、2.01%、1.21%、0.19%、3.91%。8月以来阴极铜、锌、锡、铅、镍、铝、黄金、白银分别环比变化0.33%、1.96%、-4.01%、1.31%、0.2%、1.53%、-1.34%、-3.66%。

—— 期货结算价(活跃合约):动力煤, 元/吨



—— 期货结算价(活跃合约):布油, 美元/桶



◆ 核心观点：

2023年8月19日-2023年8月25日，本周南华工业品指数上涨至3916.71，上周为3808.93，环比上涨2.83%。8月以来南华工业品价格指数环比上涨2.4%。

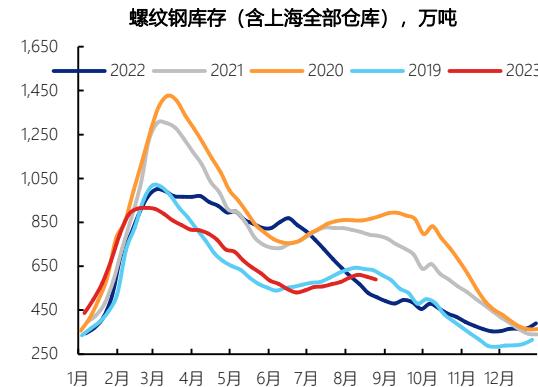
◆ 分析：

1) 本周钢铁Myspic综合钢价指数均值为143.03，前值为143.02，环比上涨0.01%，8月以来环比上涨0.22%；其中螺纹Myspic价格指数为149.22，前值为148.92，环比上涨0.2%，8月以来环比下跌0.94%。本周主要钢材库存未更新，上周为1210.53万吨，8月以来同比增长0.75%，高于7月18.8个百分点，本周螺纹钢库存量未更新，上周为602.12万吨，8月以来同比增长9.3%，高于7月31.49个百分点。

2) 本周全国水泥价格指数均值为109.75，前值为109.52，环比上涨0.21%。8月以来，全国水泥价格指数环比变动-3.11%。

3) 本周中国盛泽化纤价格指数均值为99.8，高于上周均值99.72，8月以来价格环比上涨0.41%。8月以来线型低密度乙烯（LLDPE）、PVC、燃料油、天然橡胶、精对苯二甲酸（PTA）、甲醇、沥青、聚丙烯分别环比变化1.2%、3.04%、11.14%、2.05%、0.07%、5.88%、0.12%、2.14%。

4) 8月以来黄大豆2号、豆粕和菜籽粕价格环比上涨幅度最大，菜籽油和黄大豆1号价格环比下降幅度最大。具体来看，8月以来黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、黄玉米、棕榈油、鸡蛋、棉花、白砂糖、菜籽油、菜籽粕、豆油、苹果的期货结算价格分别环比变化-1.4%、5.2%、3.44%、-0.03%、-1.38%、2.43%、0.78%、-0.4%、-3.29%、2.65%、0.46%、1.41%。



◆ 核心观点：

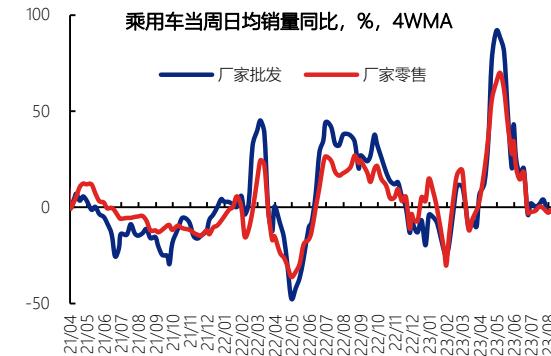
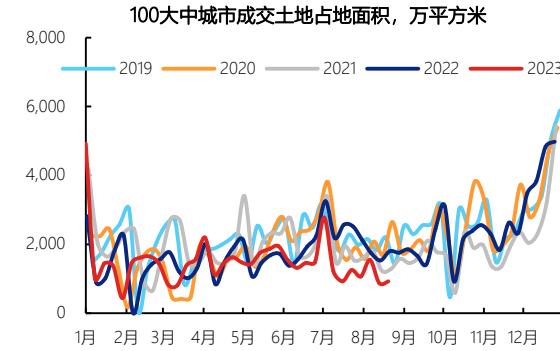
2023年8月19日-2023年8月25日，8月以来30大中城市成交套数同比下降30.6%。上周100大中城市成交土地占地面积较前值环比变动0.31%；8月以来汽车零售同比上升10.26%，批发销售同比上升15.76%；BDI数据环比变动-2.83%。

◆ 分析：

1) 本周30大中城市房地产成交套数累计为13827套，较上周环比变动-22.01%，其中一、二、三线城市比重分别为25.14%、55.04%、19.82%。8月以来30大中城市成交套数同比下降30.6%。本周100大中城市成交土地占地面积未更新，上周为849.14万平方米，较前值环比变动0.31%，8月以来100大中城市成交土地占地面积同比下降42.82%，高于7月份11.13个百分点，截至当前除三线城市外，各等级城市8月成交土地溢价率均高于7月。

2) 8月1日至20日，乘联会厂家零售日均数量为47367台，厂家批发日均数量为50285台。8月以来汽车零售同比增长10.26%，批发销售同比增长15.76%。本周汽车半钢胎轮胎开工率期末值为72.26%，上周为72.13%。

3) 本周波罗的海干散货指数(BDI)平均指数为1169.5，前值为1203.6，环比变动-2.83%；本周中国出口集装箱运价指数(CCFI)未更新，上周为889.52，前值为874.58，环比变动1.71%。中国进口集装箱运价指数(CICFI)为846.45，前值为854.43，环比变动-0.93%。8月以来波罗的海干散货指数环比变动11.04%，中国出口集装箱指数和进口集装箱指数分别环比变动-0.05%、-5.2%。



◆ 核心观点：

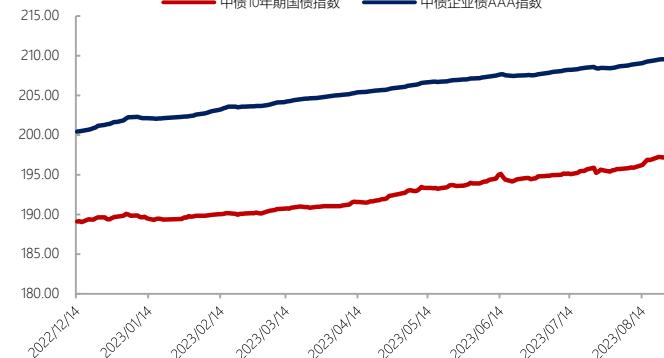
2023年8月19日-2023年8月25日，本周央行公开市场货币净投放7570亿元。利率方面，本周货币市场利率以下跌为主，国债收益率涨少于跌；汇率方面，美元兑人民币汇率中间价维持在约7.195水平，人民币呈现轻微贬值趋势。

◆ 分析：

1) 本周央行公开市场开展逆回购7750亿元，逆回购到期180亿元，货币净投放7570亿元。货币市场7天逆回购利率为1.8%；R007加权平均利率水平本周均值为1.94%，低于上周均值1.95%，期初值为1.961%，期末值为1.8925%，最高值为1.964%。SHIBOR隔夜利率本周均值为1.78%，低于上周均值1.82%，期初值为1.937%，期末值为1.819%。

2) 中国货币网国债到期周平均收益率（1年、3年、5年、10年、30年）为1.88%、2.2%、2.36%、2.55%、2.89%，周变化为5.33bp、-2.09bp、-2.03bp、-3.02bp、-5.06bp，1年期国债收益率上涨，3年、5年、10年、30年期国债收益率下跌。

3) 本周美元兑人民币中间价期初值为7.199，最高值为7.199，期末值为7.188，本周均值7.195，略高于上周均值7.19，人民币呈现轻微贬值趋势；即期汇率最高值为7.314，最低值为7.278。





02

监管政策

- “认房不用认贷”纳入“一城一策”工具箱
- 8月LPR再现“非对称”降息：1年期LPR下调10个基点
- 证券交易印花税28日起实施减半征收

◆ 事件：

8月25日，住建部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。通知明确，此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。同日，财政部、税务总局、住建部发布《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》。自2024年1月1日至2025年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

◆ 分析：

1)降低换房需求购房成本。三部门此次新政是住建系统和央行金融系统出台的影响较大的购房政策。其核心内容是，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。此次三部门政策对于后续各地房地产政策的开展具有非常好的指导价值。过去若是执行了“认房又认贷”政策，部分有过贷款记录的购房者，其换房方面可能会被认定为二套房，导致认购首付比例和利率明显偏高，购房成本加大。此次政策明确，对于首套房的认定，只看所在城市是否有房，而不看是否有贷款记录，即只要名下无房，就可按首套房进行认定。这就使得一些有过贷款记录的购房者，也可以享受到首套房的政策，即使得购房的成本快速降低。

2)这项措施对于一线城市、热点二线城市的改善需求影响较大。因为这些城市改善需求相对旺盛，迫于此前在“认贷”的劣势，短期内无法改善居住条件。当前，既然“不认贷”了，就有助于这类城市的首次改善、改善市场的主流需求进一步释放。另外，上述城市的改善需求更多的是置换型需求，也就是需要卖一套再买一套，同样，在卖掉一套中小套型的市场，刚需市场也会带动起来，因为改善需求要置换房子，必然需要更多首付款，因此，卖掉的那套在当前市场环境下的性价比相对来讲会高一些。

3)政策明确，此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。这样做有两个好处。首先是对市场情况进行了挂钩，有助于政策的执行更好吻合市场的需求。其次对大城市落实此类政策有更灵活的操作。一些大城市当前市场存在冷热并存的情况，后续可以根据对市场的研判以更好地制定“认房不认贷”政策。

◆ 事件：

8月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新一期贷款市场报价利率(LPR)：1年期LPR为3.45%，下调10个基点，5年期以上LPR为4.2%，维持不变。LPR再现“非对称”降息。

◆ 分析：

1) **1年期LPR三个月内二降。**此前的8月15日，三大关键政策利率同日“降息”，货币政策释放出暖意。中期借贷便利(MLF)中标利率、7天期逆回购操作中标利率、常备借贷便利利率(SLF)多个品种分别下调15个基点、10个基点、10个基点。由于LPR是在中期借贷便利(MLF)利率基础上加点形成，在8月15日MLF利率下调15个基点的背景下，市场对8月LPR调降已基本形成共识，但5年期以上LPR按兵不动超乎市场预期。从时点看，这是LPR在6月下降10个基点之后，1年期LPR三个月内第二次下降，传递出货币政策加大逆周期调节、助力经济加快恢复的明显信号。

2) **此次下调1年期LPR，有利于促进实体经济信贷成本、经营主体融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。**房贷利率参考的5年期以上LPR按兵不动，反映了在调整优化房地产信贷政策时，对增量、存量及其他金融产品价格关系的综合考虑，要在降低居民购房成本和利息负担的同时，有助于商业银行在主动灵活下调房贷利率、让利实体经济和稳定资产负债表之间取得平衡。

3) **存量按揭利率调整已“箭在弦上”，5年期以上LPR报价维持不变料为其预留空间。**在当前居民投资和资产配置行为发生改变、新发放房贷利率已实现大幅下调，但效果较为有限的情况下，存量按揭利率调降能够更好地起到稳预期、稳地产、稳信用的作用，且能够通过降低贷款置换行为，减少空转套利风险，规范市场秩序。在当前新发放贷款利率已降至历史低位，各地因城施策空间较大，且银行息差持续承压环境下，为保持银行合理利润水平，5年期以上LPR报价维持不变可为存量房贷利率加快落地预留空间。

4) **单纯使用下调房贷利率等货币政策方式，并不能根本解决房地产市场周期性、结构性、趋势性问题的叠加。**只要各地能按照自身实际情况，有步骤、有差别地调整优化当地房地产政策，有效贯彻因城施策，用足用好政策工具箱，落实好房地产市场长效机制，房地产市场的企稳复苏和长期健康可持续发展依然可以实现。

◆ 事件：

财政部、国家税务总局8月27日发布公告称，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。

◆ 分析：

1) **提振资本市场信心。**此次证券交易印花税实施减半征收充分体现了国家对于活跃资本市场的坚定态度和呵护股市的信心决心，释放了重大积极的政策信号。在近期出台的活跃资本市场、提振投资者信心的诸多政策中，降低证券交易印花税被视为一项重磅举措，以往其历次下调均起到很好效果。比如，2008年4月24日，证券交易印花税率由3%下调为1%，上证综指大涨9.29%；又如，2008年9月19日，证券交易印花税由双边征收改为单边征收，上证综指大涨9.45%。在中共中央政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”后，有关部门围绕投资端、融资端、交易端出台了一系列政策。此次证券交易印花税实施减半征收，无疑是其中一项十分有力有效的措施。证券交易印花税政策调整对市场构成实质性利好，是可对活跃资本市场、提升投资者信心起到立竿见影效果的重大举措，具有积极的导向作用。

2) **惠及广大中小投资者。**证券交易印花税是A股投资者交易成本的重要组成部分，实施印花税减半征收，可直接降低交易成本，促进市场活跃度提升，也有利于吸引增量资金入场。统计数据显示，2022年国内投资者支付的证券交易印花税为2759亿元，在投资者交易成本中占比较大，减半征收后将切实降低投资者交易成本。从税收政策效果看，降低证券交易印花税有利于降低市场交易成本，减轻广大投资者负担，体现了减税、降费、让利、惠民的政策导向。我国股市现有个人投资者超过2.2亿人，占全市场投资者的99.76%，其中持股市值10万元以下以及10万元至50万元的小微投资者占比分别为87.87%、8.12%。实施印花税减半征收，将惠及广大中小投资者，让税收普惠的导向在中小投资者占主导的资本市场更加充分体现。从财政收入视角看，德邦证券首席宏观经济学家芦哲说，2002年至今的大部分年度中，证券交易印花税仅占税收收入的1%左右，虽然近三年占比有所上升，但仍低于2%，此次实施证券交易印花税减半征收并不会对税收收入造成太大冲击。



03

行业动态

- 瞄准中产的家庭服务信托，将迎来爆发式增长
- 资产管理信托成行业转型重点

◆ 事件：

业内人士预计，未来2-3年，中国每一家信托公司都会推出自己的家庭服务信托。今年6月正式实施的信托分类通知，让瞄准“中产”的家庭服务信托这一全新的信托业务种类正式进入民众的视野，也让信托公司对其趋之若鹜。

◆ 分析：

1) **家庭服务信托大有市场。**今年6月1日，《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（下称《通知》）正式实施，其中首次明确提出了家庭服务信托这一概念。100万元的门槛，相对于之前家族信托1000万元起步的“高不可攀”，显得“亲民”了不少，也被认为是信托行业将服务信托拓展至“中产”阶层的一大利器。由于信托可以进行资产隔离，因此在中产家庭的子女教育、养老、医疗、财产保护等场景中，家庭服务信托都会有大量需求。

2) **家庭服务信托是一件难而正确的事情。**家庭服务信托的核心是为未来的不确定性提前做好安排，强调资产隔离与他益属性，资产配置是辅助功能和属性；同时，由于信托账户的长期性，使其可以成为一个真正具有主账户属性的金融工具，持续为客户一代人甚至几代人服务。但是，由于门槛降低，家庭服务信托较家族信托而言客户数会成倍增加，对于团队管理、运营压力以及IT系统建设等方面都会造成一定的挑战，而更大的挑战则在于，在家庭服务信托更多是推信托账户而非传统的卖资管产品的模式中，商业模式的路径该如何走通。

3) **信托公司仍有长路要走。**结合家庭信托客户多、金额小、投向窄、流程长、场景多、存续时间长等特点，信托传统作业模式没有办法支撑，而是需要卓越的运营能力、投资能力和强大的场景整合能力。在运营上，需要建立标准化销售和线上运营体系，形成一套智能高效低成本的运作模式；投资上，则需要以本金安全为第一出发点，建立多套标准投资策略，通过智能化系统提供个性化分配，并且快速嫁接各个财富机构；场景整合上，需要打通消费场景，管好资金使用最后一环，保证受益人享受品质服务。

◆ 事件：

近日，用益信托发布2023年6月集合信托月报。今年上半年，集合信托产品发行数量和规模明显“缩水”。专家表示，资产管理信托逐渐成为行业转型的重点，由传统的非标准化融资类业务向净值化、标准化的标品类业务转型成为趋势。

◆ 分析：

1) **发行规模同比下降30%。**根据用益信托发布的今年前6个月月度数据，今年上半年集合信托发行规模超过5100亿元，同比2022年上半年下降超过30%。数据显示，今年6月房地产类集合信托产品成立规模下滑至12.75亿元，再创新低。受制于房企信用风险等因素，房地产类集合信托产品成立规模持续低迷，同时住房租赁、城市改造、保障性住房等领域的新兴业务新模式未能实现快速挖潜，业务规模相对较小。从短期来看，房地产类创新业务未能实现快速增长；从长期来看，房地产市场供应过剩和去化压力显著高企，未来房地产行业趋向平稳，开展新的房地产信托业务对信托公司风险管理和投研能力提出更高要求。

2) **标品业务有望回暖。**今年上半年，证券市场的波动对标品信托产品影响明显，今年上半年股票市场指数走弱，债券市场的成绩亮眼，导致权益类产品的净值表现不佳，投资者信心不足，对权益类产品投资热情下降，债券投资类产品对比混合类及权益类产品的优势进一步扩大。有分析指出，总体来看，当前A股交投热度呈现回升态势，但热门板块波动加大扰动市场情绪。预计在经济回升势头向好、企业盈利进一步修复的背景下，市场交投热情有望进一步回升。下半年，逆周期调节政策持续发力，企业盈利有望走出底部，可能为权益市场带来提振的基础，相关权益类产品或有大幅回暖的可能。

3) **转型新赛道。**信托行业的转型集中在资产管理信托和资产服务信托两方面。资产管理信托以标品信托为主，主动管理能力和金融科技是此类业务未来发展的主要限制因素；资产服务信托的业务场景丰富，信托公司正在积极探索家族信托、家庭信托、保险金信托、破产重整服务信托等多类业务。



04

机构投资观点

- 权益：

1. 活跃资本市场再出重磅举措
2. 磨底后段，蓄力向上

- 固收：

1. 关注认房不认贷落地情况
2. 降息后资金面偏紧的市场启示

- 大宗商品：

1. 美国或欲松绑委内瑞拉及伊朗石油制裁

◆ 核心观点：

为活跃资本市场，财政部、税务总局决定减半征收证券交易印花税，证监会推出系列政策组合拳。证券交易印花税时隔15年再度下调。财政部、税务总局宣布自8月28日起，下调证券交易印花税税率，由按股票交易成交金额的1‰对卖方单边征收，调整为实施减半征收，本次为中国证券历史上第7次调降交易印花税，上一次调降为2008年9月19日。证监会推出三大政策组合拳，活跃资本市场。同日证监会出台落实活跃资本市场的三项重要政策：1) 统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排；2) 进一步规范股份减持行为；3) 证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求。

◆ 分析：

1) 本次政策组合拳支持市场的力度较大，反映政策层活跃资本市场的明确态度。7月24日中央政治局会议对资本市场做出重要表态，8月18日证监会确定活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施，并明确加强跨部委协同，制度安排立足长远，对促进上市公司高质量发展、改善投资者中长期回报预期、完善资本市场基础制度等均具有积极意义。周末多部门出台的一系列组合拳政策力度较大，充分体现政策层活跃资本市场和提振投资者信心的明确态度。

2) 调降印花税将降低交易成本，信号意义更加重大。按照2022年A股全年成交额约224万亿元计算，本次印花税调降有望带来超千亿元的交易费用减免，对于改善全年A股市场资金面有较为积极的影响。从A股历史上6次调降印花税后的市场表现来看，调降后5个交易以上证指数平均上涨7.4%，调降后1个月上证指数平均上涨5.7%，其中2008年4月印花税税率下调后上证指数累计反弹约15%，2008年9月印花税改为单边征收并结合一系列支持政策，上证指数5个交易日上涨超过21%。行业层面来看，历次调整印花税后行业呈现普涨格局，非银金融尤其是券商板块上涨幅度最大，部分高贝塔行业如军工等也表现较好。

3) 本次印花税调降也有助于A股市场与国际接轨。目前全球较多股票市场已不征收印花税，如美国、德国、日本、澳大利亚和加拿大等发达证券市场均免征印花税；少数市场如新加坡按照2‰对交易额单边征收印花税。本次下调后A股市场的印花税水平进一步与国际成熟市场接轨，对于提升A股的国际化进程也有一定的助益。

◆ 核心观点：

市场调整一方面源于美元兑人民币升值、外资流出等短期因素扰动，另一方面源于投资者对政策的钝感。近期美元兑人民币汇率升值，一度突破7.3，北上资金亦出现连续13个交易日大幅流出的情况，外资交易型资金撤出，A股市场面临一定压力。政治局会议后，政策定调整体更加积极，各领域均出现相应政策部署，但各类政策颁布后并未对市场的交投情绪产生大幅提振。对政策预期的“钝感力”已体现在本轮的交投情绪上，产业政策的短期发酵或总量政策的中长期传导或将成为后续市场情绪的演绎路径。

◆ 分析：

1)股债收益差、外资流向、拥挤度、回购自购等视角传递乐观信号。①以十年期国债利率和300非金融近12个月的股息率构建股债收益差，当前股债收益差持续位于均值-2倍标准差区间运行。②外资流向趋势性指标触及冰点，过往四轮类似情况下，该指标于15个交易日内回正，市场企稳反弹。③多数行业拥挤度重回健康区间，前期拥挤度较高的板块短期环比下降。④上市公司发布股份回购公告，实施股权激励或员工持股计划类回购自预案日至完成日超额收益显著。

2)磨底后段，蓄力向上时的布局方向。重视高股息策略的长期战略价值，低利率环境+全A估值低位是较好战略配置时点，政策持续引导上市公司强化分红导向。数据资产入表政策落地，关注底层数据资产庞大的国央企、受益数据资源入表的运营商等。

3)“小切换，大均衡”持续，蓄力向上期间短期赔率变化、长期产业逻辑并重。除高股息和数据要素作为战略配置主线外，行业层面关注：①综合景气度与拥挤度视角下，消费板块中的社服，新能源领域(光伏设备)，公用事业满足“高景气+不拥挤”；②轮动速度维持高位，短期赔率边际变化在交易层面被放大，TMT拥挤度位于年初至今25%分位数以下；③“双低品种”：白电、小家电等细分赛道库存周期处于低位，家电行业长期配置占比不足2%，拥挤度较低，“政策底”向“销售底”过渡期间，关注地产链向后周期品种的传导。

◆ 核心观点：

消费方面，期间出行强度和电影消费热度仍存。出行方面，暑期热度保持高位；消费方面，暑期档电影票房维持高位。上周部分行业工业生产出现改善：水电出力延续改善，气温转凉下终端日耗进入下行通道；建筑业方面，关注钢材需求对供给拖累，季节性补库或已结束，水泥累库强于季节性；制造业方面，汽车销量仍保持较高绝对值水平，半/全钢胎开工率仍维持高位运行；纺服产业链景气度维持高位。上周地产销售季节性回升。政策方面，需求侧，住建部提到将“认房不认贷”纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。土地方面，上周土拍热度有所降低。

◆ 分析：

1) **出游活动热度仍存**。暑期间出行强度和电影消费热度仍高。出行方面，暑期热度保持高位；暑期旅行热度高涨，研学游需求旺盛，出境游复苏态势显著。消费方面，暑期档电影票房维持高位，截至8月24日当周，上周电影票房环比+3.9%，电影票房同比去年+162.3%，水平值为近5年以来最高。

2) **工业生产有所分化**。电力方面，长江上游来水保持高位，水电出力好于去年同期；火电方面，随着气温转凉，终端日耗进入下行通道。煤炭库存延续回落。建筑方面，钢铁需求开始对生产有所拖累，季节性补库或已结束。供给端，高炉开工率有所走弱，可能反映平控政策影响。需求侧，建筑钢材成交量继续弱于去年。近期沥青开工率同比有较大涨幅，可能反映基建实物工作量近期有所提速。纺织方面，纺服产业链景气度保持高位。汽车方面，暑期出行热+暑期学童接送、短途夏令营等活动增多+油价维持高位+楼市降温利好车市，带动新能源汽车销量上升。

3) **新房销售仍待提振**。上周地产销售季节性回升，结构上，二线回升到去年同期水平，一、三线城市同比下跌。二手房挂牌价跌量稳，显示房屋市场需求依然有待恢复。政策方面，需求侧，住建部提到将“认房不认贷”纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。因城施策方面，厦门优化调整二套房贷政策，调整首付比例和住房贷款利率下限。太原市宣布首套住房贷款最低首付比例下调至20%。成都将符合条件人群的租房公积金提取额度每月增至1200元。青岛将提取公积金支付购房首付款政策将延长至2024年8月31日。土地方面，上周土拍热度有所降低。

◆ 核心观点：

基于对近期货币政策操作思路和资金面收敛的本质分析，我们判断短期资金面仍有压力，银行间市场资金利率或将保持偏高状态。交易层面，投资者仍在等待增量政策落地，资金面仍有压力背景下，建议耐心等待更好的配置机会

◆ 分析：

1) **降息后资金面的收敛和长短端倒挂。** 降息后资金面市场有两个现象引发投资者关注，一是降息后大行净融出回落明显，二是隔夜利率和7天利率之间出现阶段性倒挂。宏观视角出发，防止资金套利和空转政策定调下，叠加汇率贬值压力，因此前期降准较难落地；微观视角出发，超储率处于低位，地方债发行正在放量，银行体系融出意愿和能力均有所下降。

2) **8月中下旬货币政策调控思路的思考。** 8月中旬以后货币政策领域有三个现象引发关注：一是非对称降息；二是Q2央行货币政策报告专栏中提及关注银行合理利润和净息差收窄问题；三是货币政策执行报告删除“市场利率围绕政策利率波动”。基于前述三大现象，结合美联储隔夜回购处于万亿水平、存款利率水平参照10Y国债和1年LPR为代表的贷款市场利率调整、货币政策不大水漫灌主基调不变等现实，可以判断：在商业银行净息差明显承压背景下，未来货币政策调控或出现“降准置换MLF的规模和频率下降→MLF余额攀升→MLF、LPR高频非对称降息→存款利率市场化调整机制下，存款利率下调想象空间被打开→银行净息差增厚→银行降低贷款利率能力增强→刺激经济复苏”的操作路径，即下一阶段货币政策价格型和数量型工具落地的方式方法预计或有所不同。

3) **债市策略思考：静待配置机会。** 交易层面，投资者仍在等待增量政策落地，资金面仍有一定压力背景下，建议投资者耐心等待更好的配置机会。（1）首套房“认房不认贷”政策是对7月下旬政治局会议定调、住建部发言的确认和落地，对一线和强二线城市的居民改善型购房需求具有提振作用，对债市利空有限。但在政策落地以前，市场或具有一定观望情绪；（2）参考历史规律，MLF超预期降息后，利率走出先下后上行情，逐步回至降息前的点位；（3）引发市场大幅波动的因素，可能来自于市场阶段性关注范围之外的增量信息，建议投资者关注未来一周美国商务部长访问等事宜。

◆ 核心观点：

截至2023年08月25日当周，油价震荡下跌。周前期，虽然美国原油库存超预期下降，但是全球制造业数据疲软导致市场对需求前景悲观和全球闲置产能增加，同时美国8月原油出口持续高位及美国原油产量升至三年新高，另外美国可能长期维持高利率打压石油油价，原油期货价格持续下跌。周后期，花旗集团预计欧佩克可能需要进一步减产为市场带来提振，欧洲柴油库存下降，原油价格反弹。截至本周五（2023年08月25日），布伦特、WTI油价分别为84.48、79.83美元/桶。

◆ 分析：

1) **油价观点：**产能周期引发能源通胀，无论是传统油气资源还是美国页岩油，资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑全球原油长期资本开支不足，全球原油供给弹性将下降，而在新旧能源转型中，原油需求仍在增长，全球或将持续多年面临原油供需偏紧问题，中长期来看油价或将持续维持中高位。

2) **原油价格板块：**截至2023年08月25日当周，布伦特原油期货结算价为84.48美元/桶，较上周下降0.32美元/桶（-0.38%）；WTI原油期货结算价为79.83美元/桶，较上周下降1.42美元/桶（-1.75%）；俄罗斯Urals原油现货价为71.82美元/桶，较上周上升0.08美元/桶（+0.11%）；俄罗斯ESPO原油现货价为79.13美元/桶，较上周上升1.84美元/桶（+2.38%）。

3) **美国原油板块：**供给端：截至2023年08月18日当周，美国原油产量为1280万桶/天，较上周增加10万桶/天。截至2023年08月25日当周，美国活跃钻机数量为512台，较上周减少8台。截至2023年08月25日当周，美国压裂车队数量为246部，较上周减少10部。需求端：截至2023年08月18日当周，美国炼厂原油加工量为1677.6万桶/天，较上周增加3.0万桶/天，美国炼厂开工率为94.50%，较上周下降0.2pct。

4) **风险提示：**①地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。②宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。③OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。④美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。⑤美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。⑥新能源加大替代传统石油需求的风险。⑦全球2050净零排放政策调整的风险。



谢 谢！

光大信托，助力社会更美好！